

■ ■ ■ IULIE ASLAKSEN:

Etiske retningslinjer for oljefondet – hva med positiv utvelgelse?*

Graver-utvalget har gitt en bred diskusjon av hvilke etiske hensyn som bør legges til grunn i forvaltningen av oljefondet. Forslaget til etiske retningslinjer tar utgangspunkt i eierskapsutøvelse og ekskludering av selskaper. Men hva med positiv utvelgelse av selskaper? Etisk fondsforvaltning bør, i tillegg til eierskapsutøvelse, inneholde en kombinasjon av positive og negative utvelgelseskriterier.

Innledning

Et forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond ble lagt frem i juni i år av et utvalg ledet av Hans Petter Graver (Finansdepartementet, 2003), se omtalen i forrige nummer av *Økonomisk Forum* (Cappelen, 2003). Innstillingen gir en bred diskusjon av etiske hensyn og etisk fondsforvaltning. Konkret foreslår utvalget at etiske hensyn for Petroleumsfondets investeringer fremmes gjennom følgende tre virkemidler: Eierskapsutøvelse, negativ filtrering fra investeringsuniverset og uttrekk av selskaper fra investeringsuniverset. Negativ filtrering består

i å ta ut selskaper som medvirker til produksjon av produkter som anses som etisk uakseptable, for eksempel visse typer våpen. Uttrekk av selskaper innebærer at enkeltelskaper som i sine produksjonsprosesser har medvirket til krenkelse av menneskerettigheter eller til andre handlinger som må anses som grovt uetiske, kan trekkes ut av investeringsuniverset etter en individuell vurdering. For å presisere forskjellen mellom negativ filtrering og uttrekk av selskaper kan vi kort si at negativ filtrering refererer til bransjer eller produkter som anses som uetiske, mens uttrekk av selskaper refererer til uetiske forhold i produksjonsprosesser.

Men hva med positiv utvelgelse, dvs. at Petroleumsfondet kunne satse på de mest etiske selskapene i hver enkelt bransje eller på investeringer i bransjer som fremstår som spesielt etiske? Om dette står det i innstillingen (siste avsnitt i 5.1, s. 25):

«Utvalget anser det utelukkert å basere hele Petroleumsfondets investeringsunivers på positiv utvelgelse av selskaper som er «best i klassen» eller opererer innenfor særlige sektorer med sosial eller teknologisk utvikling som arbeidsfelt. En slik strategi ville redusere antallet selskaper fondet kan investeres i, betydelig. Dette kan få konsekvenser for Petroleumsfondets evne til å spre risiko. Hvis man skulle begrense investeringsmulighetene til f.eks. de

10 pst. beste selskapene, ville også fondets eierandeler i og utlån til enkelte av disse selskapene øke betraktelig. Det ville kreve en annen form for fondsforvaltning fordi fondet gjerne ville ha så store eierandeler at det ville være vanskelig å kjøpe og selge aksjer fritt både på grunnlag av regelverket for investorer med store eierandeler og fordi det ville være umulig å selge ut store eierposter uten å lide tap. Slike investeringsstrategier må derfor eventuelt forbeholdes en del av porteføljen slik som det i dag er gjort med Miljøfondet. Utvalget har derfor ikke gått nærmere inn på positiv utvelgelse som et virkemiddel i tilknytning til etiske retningslinjer for hele Petroleumsfondet. Utvalget mener at vurderingen av bruk av deler av porteføljen til positiv utvelgelse ut fra finansielle eller etiske grunner best ses i sammenheng med den evaluering som skal foretas av Miljøfondet.»

Jeg er overrasket over at utvalget, uten mer inngående diskusjon enn den kortfattede drøftingen i dette sitatet, konkluderte med at de ikke ville gå nærmere inn på positiv utvelgelse som et virkemiddel i etisk forvaltning av Petroleumsfondet. Utvelgelse av selskaper som er «best i klassen» innen sin bransje bidrar til å bevare bredden i investeringsuniverset, i hvert fall når det gjelder antall bransjer. Selv med en utvelgelse begrenset til de 10 prosent beste, ville diversifiseringsmulighetene, og dermed mulighetene til å spre risiko,

* Takk til Terje Synnestvedt for nyttige diskusjoner og kommentarer, takk til Aslak Skancke i Storebrand for orientering om SRI-kriterier, og takk til Anne Skoglund for god hjelp med tekstbehandling.



Iulie Aslaksen er forsker ved Statistisk sentralbyrå

være forholdsvis store. Men hvorfor begrense seg til bare de 10 prosent beste selskapene? Dette ville være en langt snevrere «best-in-class» screening enn det som praktiseres i andre fond.

Positiv og negativ utvelgelse

Det skilles ofte mellom positive og negative kriterier for utvelgelse av selskaper i etisk fondsforvaltning. Negative kriterier innebærer at man lar være å investere i selskaper som medvirker til produksjon av produkter som anses som etisk uakseptable, eller som medvirker til krenkelse av grunnleggende rettigheter. Negativ filtrering og uttrekk av selskaper er eksempler på negative kriterier. Positive kriterier innebærer at man investerer i selskaper som fremstår som mest etiske eller miljøvennlige innen sin bransje eller i bransjer som ha særlige fortrinn innen sosial og miljøvennlig utvikling.

Storebrand har i sin siste CSR-rapport (Storebrand, 2003a) innført terminologien restriktiv og proaktiv utvelgelse istedenfor negativ og positiv utvelgelse. Mens uttrykket negativ utvelgelse gir assosiasjoner til at produktet eller produksjonsprosessen er negativt i absolutt forstand, fanger uttrykket restriktiv utvelgelse bedre opp at de etiske restriksjoner en investor ønsker å legge på sin portefølje, ikke nødvendigvis er de samme restriksjoner en annen investor ønsker. Tilsvarende kan uttrykket positiv utvelgelse gi assosiasjoner om at man har klart å identifisere miljøvennlige selskaper i en urealistisk absolutt forstand, mens uttrykket proaktiv utvelgelse gjenspeiler at formålet er å stimulere til at selskapene forbedrer seg.

Etiske retningslinjer bør inneholde en kombinasjon av positive og negative utvelgelseskriterier. Et eksempel på dette er Storebrand Livsforsikring. De ekskluderer bl.a. selskaper som produserer landminer og selskaper som ikke etter beste evne forsøker å unngå at deres produkter inngår i produksjonen av landminer. Kriteriet er nå utvidet til å omfatte selskaper som er involvert i produksjon av klasebomber. Når det gjelder menneskerettigheter, ekskluderes selskaper som knyttes til alvorlige brudd på menneskerettigheter, for eksempel barnearbeid, tvangsarbeid, slavarbeid, krenkelse av innfødtes rettig-

heter og krenkelse av organisasjonsretten (Storebrand, 2003b).

Når det gjelder proaktiv utvelgelse, stilte Storebrand Livsforsikring tidligere krav om at europeiske selskaper innen kjemi-industrien måtte være blant de 30 prosent beste i bransjen når det gjelder miljø- og samfunnsansvar. Fra 2003 er kriteriet utvidet til å gjelde globalt, innen kjemi, olje og gass, og farmasi-industrien, og slik at midler ikke skal investeres i selskaper som er blant de 10 prosent dårligste innen miljø- og samfunnsansvar (Storebrand, 2003b, omtalen av dette er ikke helt oppdatert hos Graver-utvalget, siste avsnitt i 1.3 i Vedlegg 5, s. 76). Selv om dette kriteriet er formulert negativt, skal det forstås som proaktiv utvelgelse, blant de 90 prosent beste, i den forstand at investeringsbeslutningen er basert på inkludering i henhold til en rangering av selskaper innen en bransje.

KLP forsikring har også innført etiske retningslinjer basert på FN-konvensjoner. I tillegg til å innføre etiske minstekrav og dermed få mulighet til å luke ut «verstinger» når det gjelder miljø og sosiale forhold, har de også et opplegg for dialog med selskaper (KLP, 2003).

På bakgrunn av for eksempel Storebrands kriterier, er det overraskende at Graver-utvalget snevrer «best i klassen» tilnærmingen inn til bare 10 prosent. «Best i klassen» må ikke tolkes for absolutt, slik at det beste blir det godes fiende, for utfordringen for myndigheter, investorer og forbrukere er å skape økonomiske incentiver som påvirker industrien til å bli mer etisk bevisst og miljøbevisst. La oss nå se på noen eksempler fra Graver-utvalget på sammenhengen mellom etisk forvaltning og økonomiske incentiver.

Miljøbelastende bransjer i etisk fondsforvaltning

Spørsmålet om hvordan oljeindustrien skal behandles i etisk fondsforvaltning er et tema i den internasjonale debatten. For eksempel tilbyr Ethical Investment Research Service (EIRIS) «screening» for selskaper som utvinner fossilt brensel. Jeg deler Graver-utvalgets syn på at det vil fortone seg meningsløst å utelukke oljeindustrien fra oljefondets investeringsunivers, spesielt i lys av at ol-

jefondets midler kommer fra oljeutvinning på norsk sokkel. Jeg er også enig med utvalget i at eierskapsutøvelse er et sentralt element i en strategi for å redusere miljøbelastningen fra energiproduksjonen. Utvalget refererer på dette punkt til undersøkelsen «The Carbon Disclosure Project», der verdens 500 største selskaper uttaler seg om hvordan de forholder seg til trusselen om klimaendringer og hvilken fremtidig økonomisk risiko de antar dette vil innebære for selskapet. «Undersøkelsen konkluderer med at klimaendringer kan innebære en betydelig risiko for mange selskaper og at investorer bør ta opp slike spørsmål med selskapene (siste avsnitt i 6.5 i Vedlegg 9, s. 157).» Men dette utelukker vel ikke positiv utvelgelse? Det er klare synergieffekter mellom eierskapsutøvelse og positiv utvelgelse av selskaper som gjør en innsats for å opprette etisk og miljøvennlig. Utvikling av kriterier for positiv utvelgelse av selskaper handler nettopp om å få kunnskap om selskapers strategier for å redusere miljøbelastningen fra sin virksomhet. En systematisk, effektiv og transparent påvirkning av selskaper gjennom investors eierskapsutøvelse, trenger samme type kunnskapsgrunnlag som kan utvikles gjennom å utarbeide kriterier for positiv utvelgelse.

En slik synergieffekt mellom eierskapsutøvelse og utvikling av kriterier for positiv utvelgelse, blir implisitt berørt av Graver-utvalget i diskusjonen av miljøgifter, selv om utvalget heller ikke her eksplisitt omtaler positiv utvelgelse som et element i en strategi for etisk fondsforvaltning. Når det gjelder miljøgifter, har utvalget en grundig diskusjon av tiltak for å begrense utslipp og bruk av persistente organiske forbindelser (POPer). Produksjonen av miljøgifter som omfattes av Stockholmkonvensjonen og Århusprotokollen, er allerede begrenset eller forbudt i mange land. Det er derfor stor sannsynlighet for at det vil være relativt få selskaper som i praksis ville omfattes av en eventuell negativ filtrering. Utvalget påpeker at det er viktigere å påvirke gjennom eierskapsutøvelse for å fokusere på miljøgifter som ennå ikke er regulert, og tiltak som kan forebygge og begrense skadevirkningene av slike stoffer. Utvalget konkluderer slik (siste avsnitt i 5.2 i Vedlegg 9, s. 149-150):

«I forhold til den internasjonale oppmerksomheten omkring miljøgifter og POPer i særdeleshett, vil det, som eier, både være relevant og legitimt å stille selskapene innen kjemisk industri spørsmål om de har etablert strategier for å gjøre seg uavhengig av de stoffer som blir internasjonale forbudt, be dem redegjøre for hvilke systemer de har for å vurdere helse- og miljøegenskaper ved kjemikalierne de utvikler (også på lang sikt), og hva de gjør for å utvikle alternativer med mindre skadelige egenskaper. Tilsvarende vil det også være relevant å adressere store brukere av slike stoffer, som f.eks. elektronikkindustrien, med spørsmål om hvilke strategier de har for å gjøre seg uavhengig av stoffer som blir forbudt og hva de gjør for å etterspørre og ta i bruk mer miljøvennlige alternativer. Betydelig internasjonal fokus, stor sannsynlighet for at det vil komme flere reguleringer på dette området og sterkere forbrukerkrav gir økonomiske insentiver til utvikling og bruk av mer miljøvennlige alternativer. Det kan også forventes framtidige søksmål mot selskaper hvis de har solgt produkter som har medført betydelig skade samtidig som egenkapene ved kjemikalierne var kjent eller burde ha vært kjent.»

I dette sitatet har utvalget implisitt gitt en «oppskrift» for å utvikle kriterier for positiv utvelgelse gjennom følgende spørsmål: I hvilken grad har selskapet etablert strategier for å gjøre seg uavhengig av de stoffer som blir internasjonalt forbudt? Hvilke systemer har selskapet for å vurdere helse- og miljøegenskaper ved kjemikalierne de utvikler (også på lang sikt)? Hva gjør selskapet for å utvikle alternativer med mindre skadelige egenskaper?

Denne typen spørsmål er nettopp det som trengs for å utvikle kriterier for positiv utvelgelse. Med en slik konkretisering av hvordan påvirkning gjennom eierskapsutøvelse kan finne sted, har utvalget også lagt grunnlaget for å utvikle kriterier for positiv utvelgelse.

Når det gjelder miljø- og helserisiko ved bruk av genmodifiserte organismer (GMO), anser utvalget at det ikke er grunnlag for negativ filtrering av selskaper. De tar heller ikke opp spørsmålet om behovet for påvirkning gjennom

eierskapsutøvelse. Den internasjonale litteraturen om miljø- og helserisiko ved GMO peker på et klart behov for å påvirke bioteknologi-industrien til bedre håndtering og kommunikasjon av risiko. Som Graver-utvalget påpeker: «Problemene knyttet til monopolisering og uønskede samfunnsvirkninger er en utfordring som både myndigheter og næringsliv må finne en løsning på» (siste avsnitt før konklusjon i avsnitt 6.2 i Vedlegg 9, s. 153). Aslaksen, Natvig og Nordal (2003) drøfter hvordan etiske kriterier for positiv utvelgelse av selskaper kan bidra til å påvirke GMO-produsenter når det gjelder samfunnsansvar, kommunikasjon av risiko og dialog med berørte parter. Følgende spørsmål gir noen eksempler på forhold som selskaper kan evalueres på når man skal utvikle etiske kriterier: I hvilken grad formidler selskapene informasjon om helse- og miljørisiko ved GMO til myndigheter, forskersamfunnet og allmennheten? I hvilken grad tar selskapene hensyn til jordbrukets og forbrukerens ønsker om tilgang til såkorn og mat uten GMO-innhold? I hvilken grad samarbeider selskapene med uavhengige forskere? I hvilken grad bidrar selskapene til utvikling av alternative teknologier?

Bruk av slike kriterier, i eierskapsutøvelse og i selektering av selskaper som er blant de beste i klassen, kan bidra til å øke kunnskapen om risiko ved GMO-produkter og påvirke produsentene til større åpenhet og dialog med berørte parter. Investorer i Monsanto har nylig tatt opp med selskapets ledelse at de må forbedre sin håndtering og kommunikasjon av helse- og miljørisiko.

De foreslåtte kriteriene for bioteknologi-industrien er prinsipielt av samme type som de kriteriene Graver-utvalget har foreslått for dialog med selskaper innen kjemisk industri. Begge handler om å påvirke industrien til å utvikle teknologier som er mindre helse- og miljøbelastende, utvikle systemer for bedre vurdering av helse- og miljørisiko, og utvikle kommunikasjonen med berørte parter.

Positiv utvelgelse og incentiver

Som utvalget påpeker i sitatet fra s. 149-150, vil påvirkning gjennom eier-

skapsutøvelse kunne bidra til å styrke de økonomiske incentivene til utvikling og bruk av mer miljøvennlige alternativer. Kriterier for positiv utvelgelse av selskaper kan bidra til å ytterligere styrke slike økonomiske incentiver. For eksempel uttrykker Storebrand sitt syn på incentivvirkningen av proaktiv utvelgelse slik: «Vi ønsker å stimulere til at selskapene forbedrer seg. [...] Selskapene får tilbakemelding på om de er dårligere enn gjennomsnittet i sin bransje eller bedre. Vår erfaring er at dette ofte gir inspirasjon til de beste om å fortsette, og anerkjennelse til de i organisasjonen som er mest opptatt av dette. Samtidig gir det de dårligste selskapene en grunn til å gjøre noe.» (Storebrand 2003b). Incentivene for kontinuerlig forbedring er ivarettatt ved en proaktiv screening, som berører ikke bare de utvalgte, men også de som i en periode ikke er blant de utvalgte. Det er da grunn til å tro at gjennomsnittlig performance forbedres raskere over tid med denne typen screening.

En av utfordringene i påvirkning gjennom eierskapsutøvelse, er å etablere kriterier for informasjonsutveksling som er konkrete, målbare, effektive og transparente. Nettopp den samme utfordring møter en investor eller et konsulentfirma som skal etablere kriterier for positiv utvelgelse av selskaper. Graver-utvalgets eksempler fra kjemisk industri som jeg har trukket frem, er et forbillig eksempel på en potensiell synergieffekt mellom utvikling av kriterier som både kan brukes av én investor til eierskapsutøvelse og av flere investorer til positiv utvelgelse. Kriterier som kan brukes av flere investorer vil gi sterkere incentiver for selskapene til å bli mer miljøvennlige, og dermed styrke den positive miljøeffekten av en etisk investeringsstrategi.

Mitt hovedpoeng er at eierskapsutøvelse og utvikling av positive kriterier for etisk fondsforvaltning er komplementære strategier som begge bidrar til å styrke samfunnsansvarets stemme. Når det gjelder menneskerettigheter og sosiale forhold i fattige land, kan både påvirkning gjennom eierskapsutøvelse og kriterier for positiv utvelgelse bidra til å skape incentiver for å øke selskapers samfunnsansvar. Etisk fondsforvaltning kan f.eks. utvikle kriterier som gir incentiver for internasjonale selska-

per til å etablere skole for arbeidernes barn istedenfor å ha barnearbeid. Skolegang bidrar til å bygge opp sosial infrastruktur i fattige land, noe som også kan bidra til mer stabil langsiktig økonomisk utvikling og lønnsomhet.

Det er relativt store informasjonskostnader knyttet til å identifisere de selskapene som bør inngå i en positiv utvelgelse. Det er imidlertid grunn til å tro at informasjonskostnadene for fondene, og dermed investorene, vil synke over tid, blant annet som følge av mer omfattende miljørapportering og rapportering om menneskerettigheter og andre sosiale og etiske forhold. Større krav til bedrifter om miljømessig og sosial rapportering bidrar til at informasjonskostnader i noen grad veltes over på bedriftene. Voksende etterspørsel etter etiske investeringer har allerede ført til en betydelig økning i tilbudet av spesialisert kunnskap om etiske kriterier. Hvis etiske fond fortsetter å øke i volum, vil dette bidra til å redusere informasjonskostnadene pr. krone investert. Kunnskapsgrunnlaget for utvikling av kriterier for positiv utvelgelse kan også forbedres ved at investorer som påvirker selskaper gjennom eierskapsutøvelse utvikler konkrete kriterier for evaluering av selskapene. Graver-utvalget foreslår at eierskapsutøvelse skal baseres på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper. Disse internasjonale retningslinjene gjenspeiler

samme etiske hensyn som det er naturlig å legge til grunn i proaktiv utvelgelse av selskaper. I den grad kunnskapsgrunnlaget for etiske retningslinjer blir større og kan deles med andre investorer, reduseres informasjonskostnadene for alle.

I hvilken grad kan bruk av henholdsvis positive og negative kriterier for utvelgelse påvirke forventet avkastning? Når det gjelder dette spørsmålet, viser jeg til Ole Gjølberg og Thore Johnsen omfattende vedlegg om evaluering av etisk forvaltning (Socially responsible investments, SRI). De konkluderer slik i siste punkt i kapittel 13 (Vedlegg 11 til Graver-utvalgets innstilling, s. 214):

«Hvordan SRI-restriksjonene utformes, kan samtidig ha ulike effekter på SRI-fondenes relative risikojustererte resultater. Basert på foreliggende litteratur – og generelle vurderinger – vil vi tro at en positiv seleksjonsstrategi («velg inn de beste») kan gi relativt sett bedre resultater enn en negativ strategi («velg bort de verste»).»

Dette momentet tilsier at en positiv utvelgelsesstrategi også kan begrunnes ut fra hensynet til forventet avkastning.

Konklusjon

Etter flere års debatt om etiske retningslinjer for oljefondet, har Graver-utvalget lagt frem en omfattende utredning om hvordan etiske hensyn og

prinsipper fra etisk fondsforvaltning kan anvendes i forvaltningen av oljefondet. Utvalgets avvisning av positiv utvelgelse av selskaper som etisk forvaltningsstrategi fortøner seg imidlertid som unødvendig, sett i lys av at utredningen har mange momenter som kan inngå i utviklingen av kriterier for positiv utvelgelse. Påvirkning gjennom eierskapsutøvelse og positiv utvelgelse av selskaper er komplementære strategier med klare synergieffekter når det gjelder utvikling av informasjonstilgang og incentiver for mer etisk og miljøvennlig produksjon.

Referanser:

- Aslaksen, L., B. Natvig og I. Nordal (2003): On «Late lessons from early warnings»: The precautionary principle and the environmental risk of genetically modified plants. Discussion Paper (under utgivelse), Statistisk sentralbyrå.
- Cappelen, A. (2003): Forvaltning for fremtiden – etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond, *Økonomisk Forum* 57, 7, 10-12.
- Finansdepartementet (2003): Forvaltning for fremtiden. Forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond. NOU 2003: 22.
- KLP (2003): *Etikk og samfunnsansvar*. www.klp.no
- Storebrand (2003a): *Corporate Social Responsibility. Action Plan 2003-2004, Report on 2000-2002*. www.Storebrand.no (In English, Reports and Presentations, CSR)
- Storebrand (2003b): *Strengere etiske krav*. www.Storebrand.no/storebrand/nyaapen/bedrift.nsf